

## **Euro-uitdagingen voor de Belgische financiële structuren**

door D. HEREMANS\* en P. VAN CAYSEELE\*

### **I. INLEIDING**

Met de komst van de Euro begin 1999 zullen de jaren 90 gekenmerkt blijven als het decennium waarin een ware omwenteling van het financieel bestel werd ingeluid.

In perspectief bekeken nochtans is de Euro slechts het sluitstuk van een langdurig proces van internationalisatie van de financiële wereld. Dit kwam reeds vroeger op gang met de revolutie in de telecommunicatie en de micro-electronica, waardoor de transactie- en informatiekosten voor de financiële activiteiten over de grenzen heen drastisch verlaagd werden. Het wegsmelten van deze natuurlijke barrières verhoogde de druk om ook allerlei nationale politieke barrières in de vorm van verschillen tussen de landen in financiële regelgeving, fiscaliteit e.d. af te bouwen. Een doorbraak werd in Europa verwezenlijkt door het interne marktprogramma 1992. Door een reeks richtlijnen m.b.t. bankieren, beleggingen, en verzekeringen trachtte de Europese Commissie de belemmeringen op het vrij kapitaalverkeer weg te werken en een Europese markt voor financiële diensten tot stand te brengen.

Ondanks deze initiatieven blijven nochtans de Europese financiële markten gesegmenteerd. Het sparen vindt nog steeds grotendeels zijn weg naar beleggingen in binnenlandse markten, en financiële portefeuilles bestaan grotendeels uit beleggingen in binnenlandse financiële activa. Binnenlandse banken blijven de traditionele deposito-verwerving en kredietverlening domineren.

---

\* Centrum voor Economische Studiën, K.U.Leuven, Leuven.

Met de komst van de Euro verdwijnen echter de nog bestaande nationale barrières en komt de afscherming van binnenlandse markten op de helling te staan. Binnen de Europese Monetaire Unie komt er slechts één wisselkoers, één monetaire politiek en wordt de begrotingspolitiek gecoördineerd. De macro-economische convergentie door de eliminatie van wisselkoersrisico's, van verschillen in intrestvoeten en in inflatie maakt de overblijvende nationale verschillen van micro-economische aard zoals in regelgeving, marktorganisatie, boekhoudkundige standaarden, en in fiscaliteit meer zichtbaar. Het vergroot de druk om deze te coördineren en te harmoniseren, zoals blijkt uit tal van initiatieven in die richting die recent door de Europese Commissie werden genomen (zie Heremans (1998)). Transactiekosten en risico's bij financiële verrichtingen worden substantieel verminderd waardoor een EMU brede euro-financiële markt zal ontstaan<sup>1</sup>.

In deze bijdrage wordt eerst ingegaan op deze Euro-uitdagingen voor de structuur van de Europese financiële markten, en het Belgische financieel systeem in het bijzonder. Verder komt de klemtoon te liggen op de wijzigingen in het Belgische financiële landschap.

## 2. FINANCIËLE STRUCTUREN EN DESINTERMEDIATIE IN EUROLAND

### A. *Omvang en structuur van het Europees financieel systeem*

De omvang van het financieel systeem, gemeten aan de totale waarde van obligaties, aandelen en bankactiva beloopt ongeveer het driedvoudige van het Bruto Binnenlands Product in Europa. Zoals weergegeven in Tabel 1 zijn deze cijfers vergelijkbaar met de Noord-Amerikaanse en de Japanse markt. In België beloopt de grootte zelfs bijna het vijfvoudige van het BBP te wijten aan de hoge spaarquote en de grote intermediatiegraad van deze fondsen.

De Euro biedt perspectieven om de grootste financiële markt in de wereld te worden. De schuldverplichtingen van de Europese lidstaten zijn slechts voor een goede 70 procent uitgedrukt in één van de Europese valuta. Met de komst van de Euro zal dit aandeel substantieel toenemen. Bovendien, als de Euro zoals verwacht een internationale sleutelmunt wordt, zal er meer financieel papier in Euro uitgegeven worden door niet-Europese landen. Ter vergelijking kan ver-

wezen worden naar de Yen-emissies die 45 procent hoger zijn dan de uitstaande schuld van Japan, en de dollar-emissies die zelfs het dubbele bedragen van de V.S.-schuld.

TABEL 1  
*Totale waarde obligaties, aandelen en bankactiva*

	In mia US dollar	In procent BBP
EU (11)	21.084	310
EU (15)	27.269	325
Noord Amerika	24.711	306
Japan	16.375	320
Duitsland	6.509	270
Frankrijk	4.930	320
Groot-Brittannië	4.657	421
Nederland	1.552	392
België	1.309	486

*Bron:* G.J. Schinazi, A. Prati, Internationaal Monetair Fonds (1997).

Belangrijker nochtans zijn de te verwachten structurele veranderingen. In Europa wordt het financieel systeem traditioneel gedomineerd door de banken en overwegen bancaire verrichtingen. Uit Tabel 2 volgt dat bankactiva ongeveer 55 procent uitmaken van het geheel van de financiële activa. Dit staat in sterk contrast met de 23 procent bankactiva in Noord Amerika. Daar overwegen de financiële marktverrichtingen met 47 procent voor de obligatiemarkten, en 30 procent voor de aandelenmarkten. In de Europese Unie zijn de aandelenmarkten met 10 procent (oplopend tot 14 procent indien Groot-Brittannië zou toetreden tot de EMU) veel minder belangrijk, en beloopt het aandeel obligatiemarkten en aanverwante financiering iets meer dan 30 procent.

Het Belgisch financieel systeem wordt nog meer gekenmerkt door een groot overwicht van bankintermediatie, terwijl de aandelenmarkt slechts een aandeel heeft van 8 procent. In de cijfers vormt het 36 procent aandeel van de obligatiemarkt overigens een overschatting omdat de schuldtitels erin verrekend in grote mate verband houden met bancaire activiteiten. Het overwicht van de bankintermediatie is daarom ook groter dan de vooropgestelde 56 procent<sup>2</sup>.

TABEL 2  
*Structuur Financiële Systemen (in procenten)*

	Aandelen- markt	Schuldtitels	Totaal Markt- financiering	Bancaire Financiering
Noord Amerika	30	47	77	23
V.S.A.	30	48	78	22
Japan	22	33	55	45
EU (15)	14	31	45	55
EU (11)	10	33	43	57
Duitsland	9	34	43	57
Frankrijk	11	30	41	59
Groot-Brittannië	30	18	48	52
Nederland	23	25	48	52
België	8	36	44	56

*Bron:* G.J. Schinazi, A. Prati, Internationaal Monetair Fonds (1997).

Wanneer door de introductie van de Euro een EMU brede Eurofinanciële markt tot stand komt die gekenmerkt wordt door liquiditeit en lagere transactiekosten, zullen de financieringsactiviteiten via de markt toenemen. Wanneer er minder beroep gedaan wordt op bancaire financiering komt er een proces van desintermediatie van de traditionale bankactiviteiten zoals in de V.S.A. op gang. Deze omschakeling vereist belangrijke structurele wijzigingen in het Europese financiële systeem. Gegeven de uitgangssituatie met een hoge bancaire intermediatie en minder competitieve financiële markten houdt deze omschakeling voor België het gevaar in van een belangrijke delokalisatie van financiële activiteiten. Ons land staat hier bijgevolg nog voor een grotere uitdaging.

### *B. Desintermediatie: een analyse*

De desintermediatie in het financieel systeem ten voordele van marktfinanciering als gevolg van de introductie van de Euro kan verduidelijkt worden aan de hand van een eenvoudig analysekader van het financieel systeem.

In de financieringsprocessen worden bestendig fondsen overgeheveld van spaarders naar ontleners. Dit reallocatieproces wordt bemoeilijkt door tal van zgn. transactie- en informatiekosten, vnl. ten gevolge van asymmetrische informatieproblemen. Om deze proble-

men op te lossen ontwikkelden zich financiële systemen d.w.z. financiële markten en financiële tussenpersonen. Hun rol bestaat erin financiële diensten in de vorm van liquiditeit, risicodeling en informatie te verstrekken.

Daarbij wordt marktfinanciering onderscheiden van bankfinanciering. Bij marktfinanciering worden alleen primaire activa uitgewisseld. De spaarders ontvangen een rechtstreekse vordering op de finale ontleners in de vorm van aandelen, obligaties e.a. In dit proces treden er ook tal van tussenpersonen op, zoals makelaars voor de overdracht van effecten, plaatsingssyndicaten bij de schuldemissies van bedrijven, marktmakers die de effectenmarkten liquide houden enz. Kenmerkend echter is dat deze tussenpersonen zelf niet substantieel en voor langere termijn in de investeringsprojecten participeren.

Bij financiële intermediatie in de echte zin van het woord echter, gaat de participatie van de financiële intermediaires heel wat verder via de productie van zgn. intermediaire activa in het uitwisselingsproces tussen spaarders en ontleners. Door de financiële technologie van het poolen van schuldvorderingen op ontleners (zgn. kredietverlening) en het uitgeven van eigen schuldvorderingen (deposito, kasbons, enz.) zijn zij in staat transactie- en informatiekosten te reduceren. De belangrijkste vorm van financiële intermediatie tot nog toe bestond in het inzamelen van deposito's die gebruikt werden voor kredietverlening. Dit is het zgn. traditioneel bankieren waarbij fondsen van kleine en weinig geïnformeerde depositohouders worden aangewend voor het financieren van investeringsprojecten van kleine en middelgrote bedrijven, waarvoor de informatiekosten vaak hoger oplopen.

Intermediatie en desintermediatieprocessen kunnen grafisch geanalyseerd worden in Figuur 1 (zie Van Cayseele e.a. (1998)). Op de verticale as worden de kosten van het oplossen van asymmetrische informatieproblemen uitgezet. De investeringsprojecten worden op de horizontale as geordend in functie van hun afnemende transparantie. Naarmate zij minder transparant zijn, d.w.z. er minder informatie in de markt voorhanden is, dient er meer in de productie van informatie geïnvesteerd te worden en zijn er meer kosten voor de selectie en opvolging.

De curve M geeft de oplopende kosten weer, d.w.z. vnl. aan menselijke arbeid en informatie om de risico's in te schatten wanneer er beroep gedaan wordt op marktfinanciering. Ingeval van bankfinanciering is er echter ook kapitaal vereist om de risico's van lange ter-

mijn perspectieven te dekken, zodat er hogere vaste kosten aan verbonden zijn. Dit wordt weergegeven door de B-curve met een hoger intercept. Anderzijds heeft de curve een vlakker verloop omdat door langere termijn relatiebankieren de banken heel wat niet publiek toegankelijke informatie over bedrijven verwerven. Dit vergemakkelijkt de selectie tussen de minder transparante projecten en geeft hen ook meer greep op de bedrijven bij de opvolging ervan.

Uit de grafiek volgt dat voor de projecten OA, d.w.z. deze waarvoor meer informatie beschikbaar is de marktfinanciering goedkoper zal uitvallen. Voor de financiering van de minder transparante projecten rechts van punt A hebben de banken een comparatief voordeel. In de praktijk zijn dit vnl. de projecten van kleine en middelgrote bedrijven. Over de grote bedrijven is er immers meer informatie in de markt voorhanden.

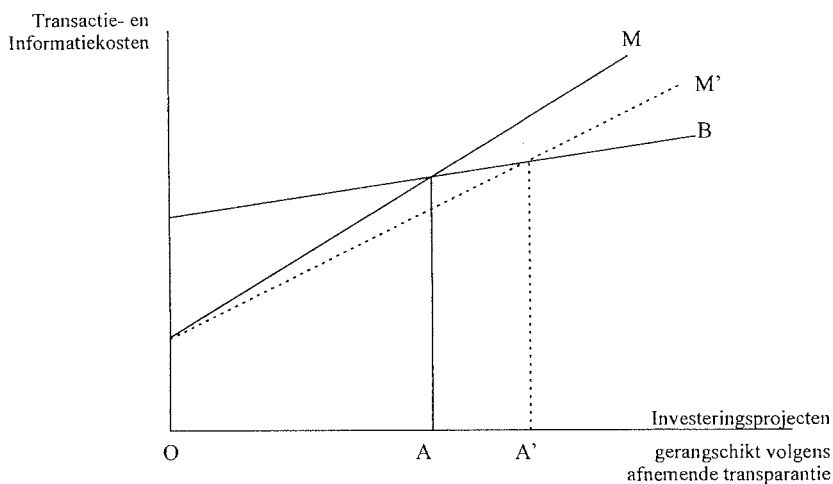
De invoering van de Euro heeft dan tot gevolg dat er een EMU-brede markt, die meer liquide is en aan lagere transactiekosten functioneert, wordt tot stand gebracht. Schaalvergroting maakt deze markt ook aantrekkelijker voor het optreden van tal van gespecialiseerde tussenpersonen waardoor informatie en bijgevolg transparantie van investeringsprojecten toeneemt.

Het gevolg van dalende informatiekosten in de markt wordt weergegeven door een verschuiving van de M-curve naar beneden tot M'. Marktfinanciering zal toenemen van OA tot OA' ten nadele van het volume bankfinanciering. Deze desintermediatie heeft verdere repercussies op de kredietportefeuille van banken, die zal samengesteld zijn uit minder transparante en meer risicovolle projecten. De uitdaging van de banken bestaat erin dit desintermediatieproces tegen te gaan. Daartoe dienen zij eveneens hun kosten voor de productie van informatie te reduceren, zodat ook B naar beneden schuift en bankintermediatie goedkoper wordt.

Herstructurerings in de banksector in Europa liggen dan ook voor de hand. Door concentratie streven zij ernaar hun transactiekosten en de kosten voor de productie van informatie te reduceren. Op die wijze trachten zij hun inkomsten uit de intermediatiemarges verbonden aan traditionele bankintermediatie, ook commercieel bankieren genoemd, veilig te stellen. Anderzijds neemt de concentratie ook de vorm aan van een uitbreiding van hun financiële dienstverlening. Door de ontwikkeling van andere intermediatievormen zoals via de creatie van beleggings- en investeringsfondsen, maar ook door als tussenpersoon op te treden bij marktfinancieringen, ook investment banking

genoemd, worden zij actief in het segment OA' en kunnen zij commissie-inkomens verwerven.

FIGUUR 1  
*Directe en indirecte financiering*



In dit perspectief is het opvallend dat van de hoger gedocumenteerde desintermediatieprocessen vooralsnog weinig te merken valt, en dat blijkbaar de diverse nationale financiële markten tot op heden weinig convergeerden (zie Schmidt e.a. (1998)). Dit impliceert dat nog heel wat aanpassingen in het vooruitzicht liggen. Tevens dient het statistisch materiaal i.v.m. desintermediatie omzichtig geïnterpreteerd te worden. Meer bepaald blijft de intermediatiegraad in een aantal Europese landen dezelfde ten gevolge van twee tegengestelde krachten. Enerzijds is er wel degelijk reeds desintermediatie aan de gang. Anderzijds wordt het intermediatieproces alsmaar langer. D.w.z. dat verschillende soorten financiële intermediairs een keten vormen om bancaire financiering te produceren. Vooral de zgn. niet-bancaire financiële intermediairs die zich specialiseren in "nationale" funding zijn toegetreden in het proces. Vermoedelijk zal deze activiteit onder druk van de Euro aan belang verliezen, aangezien "internationalisering" zal overgaan in "globalisering", zoals in navolgende sectie verder wordt uitgewerkt.

### III. EMU BREDE EUROFINANCIËLE MARKTEN

De komst van de Euro impliceert een harmonisatie van de macro-economische factoren, zodat de verschillen tussen de landen er minder een rol gaan spelen. Zoals geïllustreerd wordt in Figuur 2, gaan de beleggers zich bij hun portfoliobeslissingen minder laten leiden door verschillen in risico tussen landen, dan wel door de risico's van bedrijven, sectoren en overheden.

Er blijft evenwel de uitdaging om ook verschillen van micro-economische aard i.v.m. arbeidsmarkten, regelgeving, boekhoudkundige normen, belastingen enz. weg te werken. Deze zullen zwaarder wegen op de integratie van de aandelenmarkten. Maar ook de obligatiemarkten kunnen de eerstvolgende jaren nog gesegmenteerd blijven. Op termijn echter zullen de verschuivingen er meer ingrijpend zijn, meer bepaald zal zich een actieve markt voor bedrijfsobligaties ontwikkelen, terwijl het vnl. voor hoge schuldlanden moeilijker wordt hun overheidsschuld nog zo overwegend binnenlands te financieren. Deze ontwikkelingen houden een opportuniteit in voor het Belgisch bedrijfsleven, maar een handicap voor de Belgische overheid.

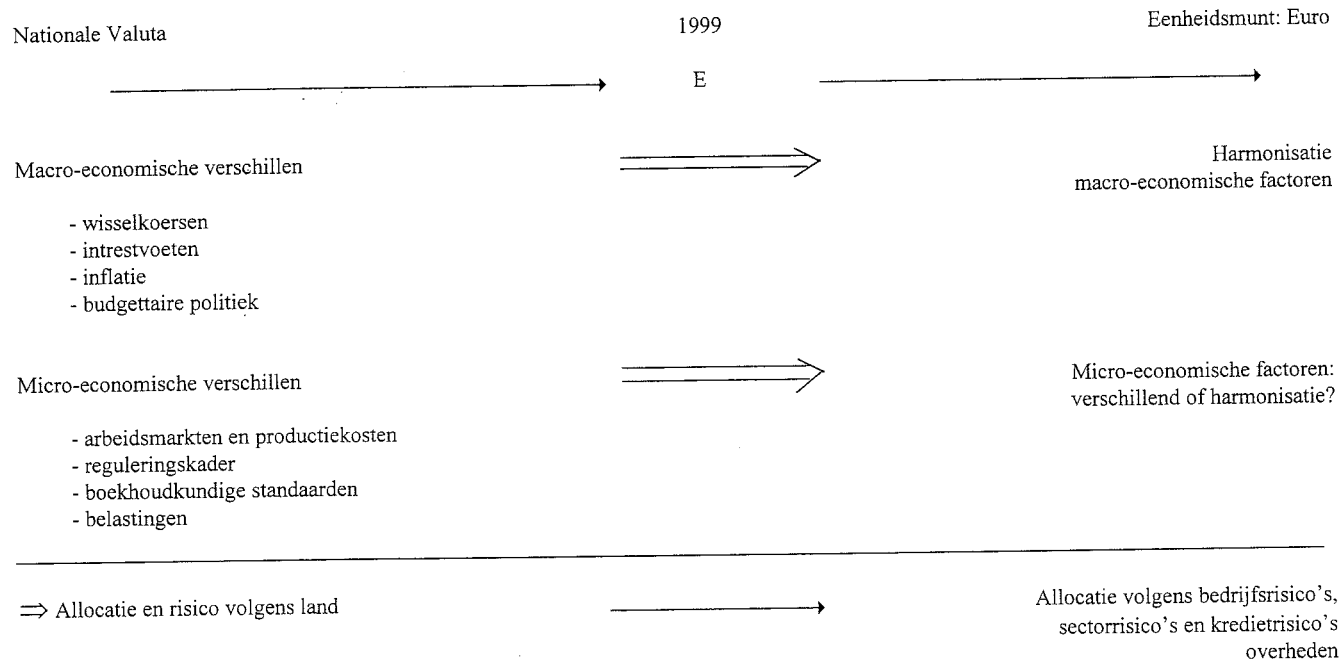
#### *A. Overheidsfinanciering en obligatiemarkten*

De binnenlandse obligatiemarkten worden vnl. gebruikt voor overheidsfinanciering. Zij functioneren volgens verschillende marktconventies, gebruiken uiteenlopende financiële instrumenten, en worden afgeschermd door verschillen in fiscaliteit en restrictieve regelgeving. Institutionele beleggers bijvoorbeeld mogen veelal slechts een deel van hun fondsen in buitenlandse effecten beleggen. Zolang deze unieke kenmerken blijven bestaan, houden zij duidelijk voordelen in voor binnenlandse beleggers. Op termijn echter zal dit vastrentende segment van de kapitaalmarkt het meest voordeel kunnen halen uit de EMU.

Initiatieven worden genomen om de organisatie van deze markten in de verschillende lidstaten aan te passen aan de komst van de Euro. Daarbij dienen er keuzes gemaakt te worden om de regels, conventies en praktijken in de markt beter op elkaar af te stemmen. Op dit ogenblik gelden er verschillende emissieprocedures van schuldpapier: openbare intekening aan vaste prijs, competitieve veilingen, doorlopende uitgaven en private plaatsingen. Meer en meer landen schakelen over op veilingtechnieken. Ook België is met grootscheepse her-



FIGUUR 2  
Naar een éénheidsmunt



vormingen van de financiële markten sedert 1989 reeds die richting opgegaan. Een liquide markt werd tot stand gebracht door de uitgifte van grotere lijnen van 200 tot 300 mia BEF aan "lineaire"obligaties, de zgn. OLO's. Ook het opzetten van een effectenclearingsysteem en het afschaffen van beurstaksen en roerende voorheffing voor deze gedematerialiseerde obligaties kwam de liquiditeit ten goede. Primary dealers treden op bij de aanbestedingen in de primaire markt en bij de verdere verhandeling in de secundaire markt. In deze laatste markt is de jaarlijkse omzet nu twaalf maal het uitstaand bedrag aan OLO's. Dit is een vertwintigvoudiging t.o.v. de vroegere verrichtingen in klassieke obligaties.

De overheden van de lidstaten hebben zich ertoe verbonden om vanaf 1999 hun nieuwe schuld uit te geven in Euro. Vele regeringen hebben ook reeds te kennen gegeven dat zij hun bestaande schuld zullen omzetten in Euro. Technisch is dit geen eenvoudige aangelegenheid o.m. omwille van afrondingsproblemen bij de conversie van een nationale munt in Euro. Zij rekenen er echter op in een meer liquide Euromarkt hun intrestlasten te kunnen verminderen, in het bijzonder de liquiditeitspremie die besloten ligt in de lange termijn intrestvoet.

In België wordt de OLO schuld die ongeveer 60 procent uitmaakt van de totale schuld ongetwijfeld omgezet in Euro. Hetzelfde geldt voor de 18 procent korte termijnschuld in de vorm van schatkistcertificaten. Voor de klassieke obligaties die samen nog 16 procent van de totale schuld vormen, en waarvan de laatste vervaldatum zich in het jaar 2004 situeert, wordt de conversie niet nodig geoordeeld.

De belangrijkste uitdaging is ongetwijfeld dat in de Europese obligatiemarkten de focus bij de prijsvorming opnieuw zal komen te liggen bij de kredietrisico's of het zgn. debiteurenrisico. Tot nog toe werden de verschillen in obligatierentes tussen de Europese landen voornamelijk verklaard door het samenspel van wisselkoersen en intrestvoeten. De zgn. soevereine risico's speelden daarbij slechts een secundaire rol. Deze kredietrisico's komen echter op het voorplan wanneer de wisselrisico's door de Euro worden geëlimineerd. In concreto dreigt voor ons land het soevereine risico niet langer weerspiegeld te worden in de wisselkoers, maar in de obligatierente.

Via zgn. kredietratings wordt getracht de graad van solvabiliteit van de emittent te waarden. Daarbij staat de evolutie van begrotingssituatie van een land voorop. Deze is in de eerste plaats verantwoordelijk voor de verdere opbouw of afbouw van de schuld. Het Euro-

pees Stabiliteitspact legt hier strenge normen op aan de lidstaten gekoppeld aan effectieve boetes.

Andere bepalende factoren voor de kredietratings vormen de mogelijkheden tot monetaire financiering van de schuld en de belastingbevoegdheden van de betrokken overheden. Om die reden verkrijgt de schuld uitgegeven in eigen munt veelal een hogere rating dan de schuld in vreemde munt. In het eerste geval wordt de schuld meestal door de eigen bevolking aangehouden waardoor er een grotere politieke druk op de overheid weegt om haar schuldverplichtingen na te komen. In geval van nood kan men beroep doen op monetaire financiering van de schuld en een "bail out" operatie opzetten langs de centrale bank. Schuld in vreemde valuta echter wordt veelal aangehouden in het buitenland, er kunnen geen belastingen geheven worden in die munt, en monetaire financiering is uitgesloten.

Met de komst van de Euro wordt monetaire financiering van de overheidsschuld voor de lidstaten uitgesloten en een "bail out" door de Europese centrale bank wordt expliciet in het Verdrag van Maastricht verboden. Door de noodzaak tot meer harmonisatie wordt tevens de belastingbevoegdheid van individuele lidstaten beknót. De ratingagenschappen verschillen nochtans fundamenteel van mening over welke gevolgen dit zal hebben voor de rating van de schuld van de verschillende landen. Moody's neemt voor de Euroschuld in elk land de rating over die nu van toepassing is voor de binnenlandse schuld. De redenering is dat de Euro de nieuwe munt is voor elke lidstaat, net zoals de dollar de munt is in elke staat in de V.S.A. De nationale overheden behouden hun uitgebreide belastingbevoegdheden. Het verlies aan de monetaire financiering maakt weinig uit, omdat deze mogelijkheid in feite ook reeds was uitgesloten de laatste jaren.

Voor Standard en Poors daarentegen moeten de nationale overheden door de komst van de Euro en het verlies van de monetaire financiering nu schuld in een vreemde valuta uitgeven. De vroegere rating van de buitenlandse schuldobligaties dient nu toegepast op de binnenlandse schuld in Euro. Voor heel wat landen betekent dit een lagere rating wat zich vertaalt in hogere risicopremies en hogere obligatierentes.

Op dit ogenblik is de rating van de Belgische schuld in BEF. Aa1 volgens Moody's en AAA volgens Standard en Poors, en respectievelijk Aa1 en AA+ voor de schuld in vreemde valuta. Volgens de procedure van Standard en Poors zou de rating van de Belgische schuld

in Euro dan slechts AA+ zijn t.o.v. de vroegere AAA rating voor de binnenlandse schuld in BEF.

Hoe dan ook wordt verwacht dat door de hernieuwde aandacht voor kredietrisico's, de zgn. "spreads" tussen de lidstaten in een eerste fase kunnen oplopen tot 50 basispunten en zelfs verder nadien. Grotere aandacht zal immers gaan naar de gebreken van hoge schuldlanden, zoals Italië en België, waarvan de rating eventueel zou kunnen herzien worden. Het wordt zelfs niet uitgesloten dat obligaties uitgegeven door bedrijven of overheden van deelgebieden van die landen een betere rating zullen kunnen genieten dan die van hun nationale overheid.

Een verdere overdracht van fiscale bevoegdheden naar Europees niveau kan in dit opzicht ook ongunstig overkomen op de kredietwaardigheid van hoge schuldlanden, tenzij men er via coördinatie in slaagt kapitaalinkomens meer te belasten en belastingontwijking tegen te gaan. In elk geval zal naast het Stabiliteitspact ook de druk van de marktdiscipline zwaar wegen op het beleid in ons land.

In een Europese financiële markt ligt het niet langer voor de hand dat de overheidsschuld nog zo overwegend in het binnenland wordt opgenomen. Op dit ogenblik wordt ongeveer 90 procent van de Belgische overheidsschuld gefinancierd binnen de BLEU. Grosso modo 38 procent berust bij Belgische kredietinstellingen en 28 procent in Luxemburg. De geprivilegieerde relatie met Luxemburg zal veranderen eens de Belgisch Luxemburgse Muntunie opgaat in de EMU. Zullen ook de Belgische banken die traditioneel bijna dubbel zoveel overheidsschuld in portefeuille houden als de banken elders in Europa, onder druk van de concurrentie binnen een ééngemaakte bankmarkt ook deze posities niet verder afbouwen? Daartegenover staan nieuwe perspectieven voor plaatsing in een grote Europese markt. Zal echter de toegang tot deze EMU brede Euro-obligatiemarkt en zullen vooral de voordelen ervan niet beperkt blijven tot obligaties van de hoogste kwaliteit? Volgens Standard en Poors zouden slechts een zes-tal Europese landen de daartoe vereiste hoogste rating krijgen.

### *B. Financiering van bedrijven en aandelenmarkten*

De Euro biedt vooral perspectieven voor de ontwikkeling van een Europese markt voor bedrijfsobligaties. Door het overwicht van bankintermediatie en verdringing door de grote financieringsnoden van de overheden, bleef deze markt onderontwikkeld in Europa. In België

speelt zij slechts een zeer beperkte rol als financieringsbron voor niet-financiële bedrijven.

Zoals hoger geschetst kan er in de EMU een nieuwe financieringscultuur voor bedrijven ontstaan waar bankkredieten worden vervangen door marktfinanciering. Dit desintermediatieproces zal bevorderd worden door de beleggers op zoek naar diversificatie van hun portefeuilles aan vastrentende effecten. De opname van Euro-bedrijfsobligaties uitgegeven door ondernemingen van andere Europese landen biedt daartoe interessante perspectieven. Het ontstaan van een echte Europese markt voor private obligaties zal echter afhankelijk zijn van het wegwerken van en de harmonisatie van de nog bestaande verschillen van micro-economische aard. Tot nog toe belemmerden excessieve reglementeringen, nationale emissievereisten en uiteenlopende belastingssystemen de ontwikkeling van een dergelijke markt.

Binnen dergelijke markt gaat de kredietrisicocultuur zich verder ontwikkelen. Landenverschillen verdwijnen, zodat het inschatten van de risico's verbonden aan de ondernemingsactiviteit en aan de sectoriële evoluties des te belangrijker wordt. Waar de kredietratings van bedrijven op dit ogenblik niet kunnen uitstijgen boven deze van het betrokken land zelf, vnl. omwille van de macro-economische factoren zoals wisselrisico, wordt verwacht dat deze beperking niet langer zal gelden in de toekomst. Aangezien de invoering van de Euro vnl. voordelen zal opleveren aan de bedrijven, wordt gemiddeld genomen een verbetering van de rating van de ondernemingen verwacht. Dit zal een verdere ontwikkeling van de private obligatiemarkt in de hand werken.

Voor Europa biedt de introductie van de Euro ongetwijfeld heel wat perspectieven voor de verdere ontwikkeling van een aandelencultuur via een meer geïntegreerde Europese aandelenmarkt. Volgens de cijfers in Tabel 3 belooft de marktkapitalisatie van de deelnemende landen slechts 44 procent van het BBP. Het stijgt tot 66 procent in het Europa van de vijftien, voornamelijk omwille van de Londense beurs. Dit valt te vergelijken met een marktkapitalisatie van 139 procent van het BBP voor de V.S.A., waar zoals gedocumenteerd werd in Tabel 1, aandelen zowat 30 procent van het financieel systeem uitmaken t.o.v. slechts 10 tot 14 procent voor Europa.

Van de aandelen in omloop wordt in de V.S.A. ongeveer 36 procent rechtstreeks door de particulieren aangehouden t.o.v. slechts 19 procent in Frankrijk en 15 procent in Duitsland. Opvallend is de be-

perkte rol die weggelegd is voor institutionele investeerders op het Europese continent. Verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, samen met de investeringsfondsen, hebben een marktaandeel van 4 procent in Frankrijk gaande tot 21 procent in Duitsland. Alleen Groot-Brittannië met een aandeel van bijna 50 procent voor de institutionele investeerders kan de vergelijking doorstaan met de V.S.A. De komst van de Euro zal de interesse voor risicokapitaal financiering ongetwijfeld verhogen bij de bedrijven en de beleggers, waarbij een grotere rol weggelegd is voor institutionele investeerders.

In België blijkt uit de cijfers in Tabel 4 over de samenstelling van het financieel vermogen van de gezinnen ook slechts een beperkte interesse voor aandelenmarkten. Volgens ramingen bestaat ongeveer 30 procent van het financieel vermogen uit aandelen in bedrijven. Bijna de helft daarvan zijn aandelen in familiale bedrijven, zodat de beurs goed is voor iets meer dan 16 procent. Daarvan wordt ongeveer de helft aangehouden via de omweg van institutionele investeerders en investeringsfondsen. De overblijvende 8 procent aandelen die rechtstreeks worden aangehouden bevatten heel wat buitenlandse aandelen.

Door het wegvallen van tal van belemmeringen en het tot stand brengen van een Europese aandelenmarkt zal ongetwijfeld in ons land de belangstelling voor beleggingen in aandelen, vaak via de omweg van institutionele beleggers en investeringsfondsen, een belangrijke structurele toename kennen.

TABEL 3  
*Internationale aandelenmarkten 1997*

	Aantal Genoteerde Bedrijven	Marktkapitalisatie in mia dollar	Procent BBP
EU (11)	2.769	4.859	44
EU (15)	5.926	9.352	66
V.S.A.	8.559	19.496	139
Japan	2.334	3.697	50
Duitsland	699	1.403	38
Groot-Brittannië	2.456	3.800	163
België	138	234	56

*Bron:* G.J. Schinazi, A. Prati, Internationaal Monetair Fonds (1997).

De "big bang" volgt op 1 januari 1999 wanneer de effectenbeurzen overgaan tot quoteringen en transacties in Euro. De reeds aan de gang zijnde processen van concentratie en technologische innovatie ten gevolge van de hevige concurrentiestrijd zullen erdoor versneld wor-

den. Een toenadering tussen de verschillende marktorganisaties is reeds aan de gang, maar welke verhandelingsystemen de bovenhand zullen halen is nog niet uitgemaakt. Wel is concentratie van activiteiten binnen een kleiner aantal financiële centra voor de hand liggend. De afrekening in nationale munt valt weg zodat de handel in nationale schuldtitels gemakkelijk kan plaatsvinden op buitenlandse beurzen. Het gevolg is een verlies van de beschermde dominante posities op de thuismarkt.

Concurrentiefactoren zoals verhandelingskosten, snelheid van de afwikkeling van transacties, liquiditeit en transparantie van de markt gaan ten volle doorwegen. Kleinere beurzen hebben daarbij onvoldoende kritische massa om op de Europese kapitaalmarkt een rol van betekenis te spelen (zie o.m. Bakker (1996)). Algemeen wordt verwacht dat de grotere beurzen de internationale bedrijven zullen aantrekken. Kleinere beurzen zoals te Brussel kunnen eventueel overleven zolang lokale transacties vereist blijven o.m. omwille van verschillen in belastingsystemen. Eventueel kunnen zij nog een toekomst behouden door specialisatie en transacties van binnenlandse bedrijven met lagere kapitalisatie. De Euro vormt in die zin een grote uitdaging voor het voortbestaan van de Brusselse beurs. Na een hele reeks maatregelen tot modernisering in de negentiger jaren, verlopen verdere aanpassingen op dit ogenblik overigens erg moeizaam.

TABEL 4  
*Samenstelling Financieel Vermogen Gezinnen*

	In procenten
Aandelen rechtstreeks	
waarvan	22%
Belgische aandelen in familiale bedrijven	14
Belgische beursaandelen	4
Buitenlandse aandelen	4
Beleggingsfondsen, verzekeringsinstellingen, pensioenfondsen	22%
waarvan	
Aandelen	8
Andere	14
Vastrentende effecten rechtstreeks op lange termijn	28%
Korte termijn beleggingen	28%
Totaal 22.961 mia in 1997, hetzij	100%

*Bron:* Nationale Bank

De verdere ontwikkeling van een Europese aandelenmarkt is cruciaal afhankelijk van het wegwerken van verschillen in regelgeving en belastingssystemen tussen de landen. De druk zal dan ook nog toenemen om deze hinderpalen voor een geïntegreerde Europese aandelenmarkt op te ruimen. Meer convergentie op het vlak van "corporate governance" structuren teneinde de transparantie van markten te bevorderen is een prioritaire uitdaging. Zoals geïllustreerd in Tabel 5 presteren de Angelsaksische "Common Law" landen traditioneel beter op het vlak van de bescherming van de aandeelhouders en schuldeisers dan de landen die het Napoleontische burgerlijk recht hebben geadopteerd. Een gelijkaardige conclusie volgt op het vlak van de boekhoudkundige standaarden en de effectieve afdwingbaarheid van de rechtsregels terzake. Er is bijgevolg nog heel wat wetgevend werk vereist in landen die onder het Franse burgerlijke recht vallen, zoals het geval is voor België. Het is om voorgaande redenen waarschijnlijk ook geen toeval dat in deze laatste landen de publieke aandelenmarkten minder ontwikkeld zijn (zie La Porta e.a. (1996)).

TABEL 5  
*Efficiëntie Corporate Governance - Rangschikking*

	Bescherming aandeelhouders, schuldeisers	Afdwingbaarheid wetgeving, en boekhoudkundige standaarden
<b>Rechtssystemen</b>		
Landen met Frans burgerlijk rechtssysteem	4	4
Landen met Duits burgerlijk rechtssysteem	2	1
Landen met Scandinavisch burgerlijk rechtssysteem	2	1
"Common Law" landen	1	2

Traditioneel geschieden de investeringen in aandelen vnl. op basis van een allocatie volgens land gegeven het belang van macro-economische verschillen. Met de komst van de Euro, de eliminatie van wisselkoersschommelingen en de eenmaking van intrestvoeten in Europa zullen belangrijke waarderingsverschillen tussen Europese aandelen verdwijnen. Allocatie op basis van landverschillen wordt minder en ondernemingsverschillen en sectorverschillen des te belangrijker. Omwille van de onbekendheid van beleggers met andere Eu-



ropese bedrijven, zal de betekenis van kredietratings toenemen, evenals tal van adviestaken van financiële instellingen.

#### IV. IMPACT OP DE FINANCIËLE INSTELLINGEN

De laatste decennia werden de financiële instellingen bestendig gedwongen zich aan te passen. Door de technologische vooruitgang (telematika en micro-elektronica) werden de afstandsgebonden transactiekosten drastisch gereduceerd. De internationalisering werd versneld door mutaties in de beleidsomgeving, meer bepaald door het dereguleringsproces en de vrijmaking van financiële markten. De komst van de Euro betekent in eerste instantie een grotere convergentie van de macro-economische beleidsomgeving in Europa die tegelijk de druk verhoogt tot verdere harmonisatie van de micro-economische beleidsomgeving.

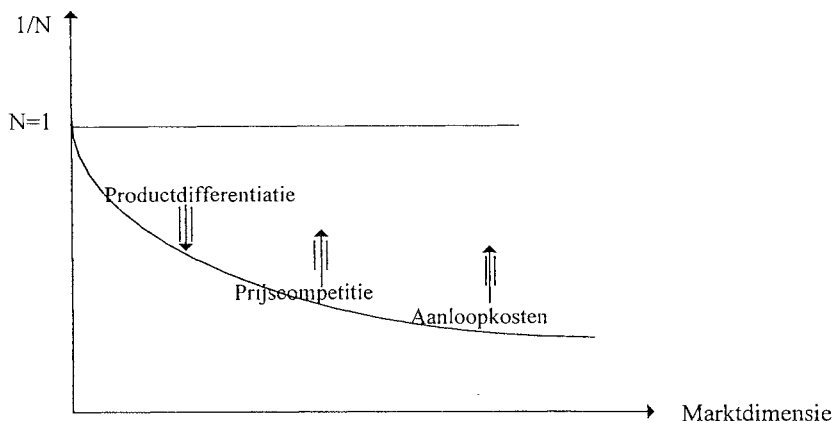
Vastgesteld wordt dat op de vooravond van de Euro zich een nieuwe golf van concentratiebewegingen in de financiële sector aftekent. Traditioneel wordt ter verklaring van deze fusies en acquisities teruggegrepen naar schaal- en scope-voordelen verbonden aan dimensievergroting. Deze verklaringen berusten veelal op een te statische analyse van de optimale dimensie van financiële instellingen en worden onvoldoende door empirische evidentie ondersteund (zie Van Cayseele (1996)). Een meer dynamische verklaring is aangewezen waartoe deze elementen worden geïntegreerd in een ruimer analysekader ontleend aan de nieuwe industriële economie.

##### *A. Impact van de Euro op de financiële marktstructuur*

De dynamiek van de financiële marktstructuur wordt verklaard aan de hand van volgend schema in Figuur 3.

Het aantal ondernemingen  $N$  is een functie van de marktgrootte. Wanneer de marktdimensie beperkt is kunnen er slechts een beperkt aantal ondernemingen een minimaal efficiënte dimensie bereiken. Dit neemt toe bij de uitbreiding van de markt. De inverse van het maximaal aantal ondernemingen dat in functie van de marktgrootte efficiënt kan opereren wordt weergegeven door een neerwaartse verlopende grenslijn. De bovengrens is een horizontale lijn, d.w.z. een monopoliesituatie met één onderneming, die evenwel verschillende operationele eenheden groepeerd afhankelijk van de marktgrootte. De precieze marktstructuur is bijgevolg niet bepaald. In deze zgn. "bounds" benadering situeert de concentratie zich tussen 1 en de benedengrens.

FIGUUR 3  
*Grenzen aan concentratie*



De marktstructuur wordt verder beïnvloed door factoren zoals productdifferentiatie, en prijsconcurrentie. Ook de contesteerbaarheid van de markt, d.w.z. toetredings- en uittredingsbarrières gemeten door de aanloopkosten spelen een belangrijke rol. Productdifferentiatie geeft de ondernemingen enige marktmacht zodat meer ondernemingen kunnen overleven. Dit kan bijvoorbeeld geschieden door financiële innovatie. Het omgekeerde is het geval wanneer ondernemingen door hevige prijsconcurrentie uit de markt gedreven worden.

Hoge aanloopkosten (zgn. Sunk Costs), d.w.z. kosten die niet recupereerbaar zijn bij uittreding zullen ondernemingen weerhouden toe te treden. T.g.v. technologische ontwikkelingen i.v.m. informatica-infrastructuur, systeemopbouw en software-ontwikkeling zijn deze aanloopkosten toegenomen.

De introductie van de Euro kan dan de marktstructuur op verschillende wijzen beïnvloeden.

Vooreerst leidt het tot desintermediatie d.w.z. minder ruimte voor bankfinanciering (zgn. commercieel bankieren). Het betekent een beweging naar links waar de ruimte tussen de twee grenzen vernauwt met als resultaat een meer geconcentreerde financiële structuur. Deze bevinding staat in schril contrast met de vaak gehoorde bewering dat de Euro de markt zal verruimen. Ongetwijfeld zullen de gedaalde in-

formatie- en transactiekosten de financiële markt ten goede komen, doch zoals bovenstaande analyse aangeeft valt dit niet noodzakelijk samen met de bancaire markt.

Vervolgens, door het gebruik van één munt worden de tarieven en marges meer transparant en vergelijkbaar. Ook wisselrisico's vormen niet langer een barrière voor financiële instellingen om over de grenzen heen te opereren. Gevolg is dat de productdifferentiatie (o.m. op basis van muntverschillen) afneemt en de prijsconcurrentie verscherpt. Het impliceert een beweging naar boven met grotere concentratie.

Tenslotte worden door de invoering van de Euro de aanloopkosten opgedreven. De omschakeling van financiële systemen naar de Euro vormen vaak niet recupereerbare kosten. Dit is ook het geval van het opzetten van infrastructuur en systemen (bijv. dealing rooms) voor het opereren in een EMU brede markt. In Figuur 3 impliceert het een beweging naar boven, d.w.z. de ruimte voor het aantal ondernemingen wordt beperkt.

De toenemende concentratie binnen de Europese financiële markt is er bijgevolg op gericht:

- (1) De financiële dimensie van de instellingen te vergroten teneinde de grotere aanloopkosten van de Euro te absorberen.
- (2) Het verlies aan marktmacht verbonden aan productdifferentiatie te compenseren door andere prijszettingmogelijkheden t.o.v. afnemers en consumenten.
- (3) Meer kostenefficiëntie te bereiken door kostenbesparingen, die opgelegd worden door de verhevigde prijsconcurrentie. Grotere concentratiekracht zal uiteraard ook leiden tot hogere opbrengsten.
- (4) Een inkrimpende markt voor bankfinanciering te compenseren door uitbreiding naar andere financiële diensten zoals investeringsdiensten en zelfs verzekeringsdiensten.

De Euro dwingt de banken bijgevolg zich te herstructureren. Op het vlak van het groothandelsbankieren was dergelijke herstructurering onder druk van de internationalisering reeds vroeger tot stand gekomen. De uitbreiding van activiteiten over de grenzen heen kan overigens gemakkelijker geschieden voor de financiering van grote ondernemingen eens de muntverschillen zijn weggevallen.

Deze uitdaging situeert zich dan ook meer op het vlak van "retailbanking". Deze banken zijn meer nationaal gesegmenteerd gebleven in het verleden. Omwille van problemen van naambekendheid en gebrek aan ervaring in lokale markten, was uitbreiding over de grenzen

heen minder voor de hand liggend. De kosten voor nieuwe vestigingen in het buitenland liggen echter vaak hoog, en vormen evenals de investeringen in naambekendheid ten dele een aanloopkost. De ontwikkelingen in de omgeving, zoals hoger beschreven dwingen echter de spelers om vooralsnog de activiteiten uit te breiden tot over de grenzen.

## B. *Concentratie en herstructurering*

Elk van de hoger gedocumenteerde krachten-dalende productdifferentiatie, stijgende prijsconcurrentie en toegenomen aankoopkosten - oefenen een neerwaartse druk op de marge. Om te overleven dient het rendement hersteld te worden wat slechts kan door de ontvangsten te laten toenemen of de kosten te doen dalen. Spelers die hier niet zullen in slagen zijn onherroepelijk gedoemd hun activiteit te stoppen, wat zal leiden tot de toenemende concentratie die het model voorspelt.

Een andere weg bestaat erin dit drastisch scenario te vermijden door te fusioneren. Bedoeling is dan toegevoegde waarde te realiseren door betere marges ten gevolge van een versterkte marktpositie of kostenbesparingen. Beide elementen worden kort verder uitgewerkt.

### 1. *Versterken van de Marktpositie*

- a. als productiedimensie: versteviging van de bancaire relatie, zowel in de breedte als de lengte van de contractuele duurtijd.
- b. als financiële dimensies:
  - lager faillissementsrisico met betere kredietrating en goedkopere "funding" door grotere diversificatie van activiteitenrisico's;
  - grotere kapitaalbasis met goedkopere interne financiering.

### 2. *Kostenbesparingen door "scale" en "scope" economics*

- a. de efficiëntievoordelen kunnen het gevolg zijn van:
  - schaalvoordelen: meer produceren van een product. De kosten per eenheid dalen t.g.v. een hogere bezettingsgraad;
  - wegwerken van X-inefficiënties.
  - scope voordelen: bijkomend andere producten aanbieden, waardoor zgn. "onuitputbare" inputs gevaloriseerd worden.

b. de synergiedimensies kunnen dan liggen op het vlak van:

- distributie;
- operationeel beheer;
- investeringen;
- management;

In de praktijk lopen deze verschillende elementen gewoonlijk samen en vallen de effecten vaak moeilijk te onderscheiden. Toch zullen de klemtonen verschillen naargelang de vorm van herstructurering en de gekozen strategie. In het algemeen gaat het steeds om dimensievergroting. Deze kan echter door verschillende vormen van herstructurering gerealiseerd worden. De mogelijkheden daarbij zijn:

- 1° Een extensie van de bestaande activiteiten naar nieuwe klantengroepen, waarbij men streeft naar een geografische consolidatie op de binnenlandse markt door fusies/acquisities, of hetzelfde doet over de landsgrenzen heen (cross-border activities).
- 2° Een verbreding van de bestaande activiteiten, bijvoorbeeld het aanbieden van verzekeringsdiensten binnen een "all-finanz" concept.

Aldus kan de classificatie van operaties gemaakt worden aan de hand van de voornaamste strategieën op basis van keuze van activiteiten en van geografische dimensie.

Vooreerst in functie van de activiteitstypes ("business lines of métiers") kan een onderscheid gemaakt worden tussen:

- 1° *De horizontale fusie*, met als bedoeling het versterken van de marktpositie; vnl. door prijszetting op "relationship banking" gronden en minder via financiële diversificatie. Daarenboven wordt de efficiëntie verhoogd in dit geval vnl. door schaalvoordelen en minder door scope-voordelen
- 2° *De "gediversificeerde" fusie*, d.w.z. van complementaire activiteiten waarbij de marktpositie beter wordt door financiële diversificatie en de efficiëntie verhoogt ten gevolge van scope-voordelen.

Vervolgens in functie van de geografische dimensie onderscheidt men fusies binnen één land (markt) van fusies over de grenzen heen (cross-border fusies).

Deze mogelijkheden leiden tot volgende combinaties van schaalvoordelen en scope-voordelen afhankelijk van de activiteitstypes en geografische reikwijdte van de concentratie, zie Figuur 4.

FIGUUR 4  
*Een typologie van fusies*

		Activiteiten	
		Horizontaal	Gediversifieerd
Geografisch	Binnenland	S/S	S/C
	Cross Border	C/S	C/C

C = complementair      S = supplementair

Naarmate men de rechtsonder cel in deze matrix (C/C) verlaat en opschuift naar de linkerbovenhoek (S/S) dienen grotere, gelijkaardige spelers in mekaar te worden geschoven. Dit vereist organisatorisch grote aanpassingen, omdat onder meer het realiseren van schaalvoordelen impliceert dat bepaalde vaste "overhead" kosten (divisies) opgedoekt worden. De complementaire operaties zijn daarentegen makkelijker realiseerbaar op korte termijn, maar houden minder beloften in voor de langere termijn aangezien meerdere activiteiten los van elkaar "coexisteren".

De recente herstructurerings in de Belgische banksector hebben tot belangrijke dimensievergrotingen geleid. Daarbij werden verschillende strategieën gevolgd.

Geografisch bekeken is er geen markant overwicht van de ene of andere strategie. KBC en BACOB-ARTESIA zijn van het binnenlandse type, DEXIA en ING-BBL uitgesproken van het cross-border type, terwijl FORTIS-GENERALE BANK een zwaartepunt heeft in België maar ook cross-border elementen bevat.

Voor de bancaire activiteiten dan overweegt globaal het horizontale fusietype. Dit belet niet dat er voor afzonderlijke bancaire activiteitstypes ook heel wat complementariteiten zijn die wijzen in de richting van een gediversificeerde fusie, zoals o.m. van toepassing is voor DEXIA en BACOB-ARTESIA. Dat is ook het geval voor KBC, ING-BBL en FORTIS-GBANK indien men er bancassurance activiteiten toevoegt.

Mits verdere invulling van de verschillende activiteitstypes en geografische reikwijdte zou elk van de fusiegevallen in België, meer precies kunnen gepositioneerd worden in bovenstaande Figuur 4. De graad van complementariteit en complementariteit die aldus gemeten wordt voor elk geval, zou dan ook bepalend zijn voor de te verwachten schaalvoordelen en scopevoordelen, evenals voor de organisatorische aanpassingen die er mee gepaard gaan.

## V. BESLUIT

In de Europese monetaire ruimte zal na een macro-economische convergentie meer en meer duidelijk worden dat er belangrijke micro-economische verschillen bestaan tussen de financiële markten in de verschillende landen. Deze verschillen, bijvoorbeeld inzake bepaalde reglementeringen, kunnen bepaalde concurrentie voor- of nadelen inhouden voor de spelers die vanuit een bepaalde thuismarkt opereren. Inzake de financiële markten zullen bijvoorbeeld verschillende "trading mechanismen", naast de totale liquiditeit in de markt, het succes van de ene versus de andere aandelenbeurs bepalen. Voor bancaire financiering kan ervaring in een vroeg gedereguleerde markt-omgeving, en dus met concurrentie, bepalend zijn voor de lange termijn overlevingskansen op een markt die een heel wat grotere dimensie heeft.

De vraag die zich hierbij stelt is of de banken van vandaag ook nog die van morgen zullen zijn. Een bank is een multiproductonderneming bij uitstek. Het is dan ook duidelijk dat bepaalde bancaire activiteiten zich op een kalme, evolutieve wijze verder zullen ontwikkelen, terwijl andere "métiers" drastisch of revolutionair zullen veranderen. Sommige banken zullen er ongetwijfeld in slagen hun "core competences" (sleutelvaardigheden) blijvend uit te oefenen in bepaalde niches. Andere banken zullen zich realiseren dat hun toegevoegde waarde traditioneel komt uit activiteiten waar de tradities ten einde zijn. Innovatie is hier geboden.

De ware uitdaging zal zijn vlug te ontdekken in welke "métiers" de werkelijke sleutelvaardigheden liggen, en de correcte beslissingen te nemen inzake de overige "business lines". Ofwel wordt de nodige know-how snel extern verworven, ofwel wordt de "métier" afgestoten. In dit perspectief is het misschien goed in herinnering te brengen dat enkele decennia terug de consultants aan de industrie voorhielden dat diversificatie noodzakelijk was om te overleven. Maar een tiental jaar terug sloeg die visie radicaal om en werd het credo "back to the basics".

Een rudimentaire analyse van deze recente operaties waarvan de weerslag zich nog over de komende jaren dient te voltrekken leert ons derhalve dat inzake consolidatie op de Belgische markt een grote vooruitgang is geboekt. Aldus heeft het Belgisch banklandschap correct ingespeeld op de zich wijzigende omgeving. Vraag blijft echter of de herstructureringen internationaal gesproken voldoende verregaand

zijn. Het antwoord op deze vraag hangt samen met toekomstige evoluties in de omgeving. De deregulatiegolf die de markt nationaal compartimenteerde, lijkt achter de rug, en vanuit die hoek lijkt een verdere afname van de productdifferentiatie weinig waarschijnlijk. Daartegenover staat de technologie en de (financiële) know-how die steeds verdergaande niet recupereerbare investeringen, zowel inzake apparatuur als software en last but not least de opleiding van mensen vergt. Ook de consument zal de technologische vooruitgang verder aanwenden waardoor hij ceteris paribus beter geïnformeerd, mondiger en minder loyaal zal worden. Dit zal de prijsconcurrentie ongetwijfeld nog verder doen toenemen, waardoor tenminste vanuit die hoek nog wel druk zal bestaan op de marges.

#### NOTEN

1. De nieuwe euromarkt valt te onderscheiden van de vroegere "euromarkten" waar vnl. zgn. ontheemde valuta, in het bijzonder dollars, werden verhandeld.
2. De publieke schuldtitels die 305.1 mia dollar belopen worden voor 60 procent aangehouden door Belgische banken. In andere EU-landen beloopt dit gemiddeld slechts een dertig procent. De private schuldtitels ten belope van 165 mia bevatten heel wat schuld-papier uitgegeven ter financiering van bankactiviteiten. In de veronderstelling dat de bancaire markt binnen de EMU naar een gemeenschappelijke noemer zal evolueren, zullen de Belgische banken in dit proces met grotere aanpassingen geconfronteerd worden (zie o.m. Heremans e.a. (1991)).

#### REFERENTIES

- Bakker, A., 1996, De Euro: gevolgen voor financiële markten, *Bank- en Effectenbedrijf*, 9.
- Heremans, D., 1998, The Impact of Fiscal Harmonisation and Monetary Union on European Capital Markets, Generale Bank Leerstoel 1998, (in publicatie).
- Heremans, D. en M. De Broeck, 1991, Overheidsschuld en financiële markten in de branding, *Leuvense Economische Standpunten* 57, (Centrum voor Economische Studiën, K.U.Leuven, Leuven).
- La Porta, R., F. Lopes-De Silanes, A.S. Shleifer en R. Vishny, 1996, Law and Finance, (National Bureau of Economic Research, Cambridge).
- Schmidt, R., A. Hackethal en M. Tyrell, 1998, Disintermediation and the Role of Banks in Europe: an International Comparison, *Journal of Financial Intermediation*, (te verschijnen).
- Van Cayseele, P. en H. Degryse, 1998, Informatie en de rol van financiële intermediaat, in R. De Bondt en R. Veugelers, eds., *Informatie en kennis in de economie*, 23e Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, (Leuven).
- Van Cayseele, P. en D. Heremans, 1996, Concentratie en concurrentie in de Belgische financiële sector, *Leuvense Economische Standpunten*, 82.